

## 新品牌快速放量，多品牌矩阵逐步成型

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 63.9 亿元, 同比增长 37.8%, 实现归母净利润 8.2 亿元, 同比增长 41.9%, 实现扣非归母净利润 7.9 亿元, 同比增长 38.8%; 2022Q4 实现营业收入 24.2 亿元, 同比增长 49.5%, 实现归母净利润 3.2 亿元, 同比增长 52.1%。2023 年一季度实现营业收入 16.2 亿元, 同比增长 29.3%, 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 31.3%, 实现扣非归母净利润 2 亿元, 同比增长 34.9%。
- **多品牌爆发式增长, 线上占比进一步提升。** 分品牌来看, 2022 年主品牌珀莱雅营收 52.6 亿元 (+37.5%), 彩妆品牌彩棠营收 5.7 亿元 (+132%), 洗护品牌 OR 营收 1.3 亿元 (+509.9%), 大众护肤品牌悦芙媿营收 1.9 亿元 (+188.3%), 多品牌战略布局成效显著, 主品牌保持稳健增长的同时子品牌实现快速起量。分渠道来看, 线上渠道营收 57.9 亿元 (+47.5%), 占比提升 6.1pp 至 91%, 其中线上直营 44.8 亿元 (+59.8%), 占总营收比例提升 9.7pp 至 70.4%, 线下渠道营收 5.7 亿元 (-17.6%), 公司进一步发力线上直营渠道, 削减线下占比, 持续深化渠道结构调整。分品类来看, 护肤类仍然是主要品类, 占比 86.2%, 彩妆类占比 11.8%, 洗护类占比 2%。
- **毛利率向上, 盈利能力提升。** 2022 年公司毛利率为 69.7%, 同比提升 3.2pp, 主要因为公司加大毛利率较高的线上直营渠道占比, 同时继续深化大单品策略, 着重打造具有高附加值的爆款单品系列, 提升整体毛利率。公司销售/管理/研发费用率分别为 43.6%/5.1%/2%, 分别同比+0.7pp/持平/+0.4pp, 整体费用情况较为稳定, 其中销售费用主要来自彩棠、OR 等新品牌孵化和悦芙媿等老品牌重塑。公司净利率为 13%, 同比提升 1pp, 毛利率提升叠加费用率保持相对稳定, 公司整体盈利能力有所提升。
- **国货龙头地位稳固, 深化“6\*N”长期发展战略。** 公司立足“6\*N”战略, 全方位持续丰富品牌矩阵。主品牌珀莱雅始终为公司核心品牌, 打造强劲品牌力和延长生命周期, 双抗、红宝石、源力三大系列均保持稳定增长; 彩妆品牌彩棠作为第二增长曲线表现亮眼, 定位“专业化妆师彩妆品牌”, 多款产品在细分赛道位列天猫榜首; 洗护品牌 OR 定位头皮健康, 快速打造明星单品“OR 温泉清爽蓬松洗发水”和“OR 温泉轻盈发膜”; 大众护肤品牌“悦芙媿”重点打造两大清洁线单品“洁颜蜜”和“多酸泥膜”, 树立“油皮护肤专家”认知。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.80、4.82、5.85 元, 对应 PE 分别为 43、34、28 倍。公司国货龙头地位稳固, 多品牌矩阵成型、大单品策略成效显著, 第二、三增长曲线变现亮眼, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 新品推出不及预期、行业竞争加剧、美妆消费需求变动等风险。

| 指标年度          | 2022A   | 2023E   | 2024E    | 2025E    |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 6385.45 | 8166.40 | 10321.74 | 12419.43 |
| 增长率           | 37.82%  | 27.89%  | 26.39%   | 20.32%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 817.40  | 1077.21 | 1366.38  | 1659.18  |
| 增长率           | 41.88%  | 31.79%  | 26.84%   | 21.43%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 2.88    | 3.80    | 4.82     | 5.85     |
| 净资产收益率 ROE    | 23.50%  | 24.78%  | 24.84%   | 24.08%   |
| PE            | 57      | 43      | 34       | 28       |
| PB            | 13.19   | 10.59   | 8.39     | 6.71     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝  
执业证号: S1250523030003  
电话: 17782333081  
邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本(亿股)      | 2.84          |
| 流通 A 股(亿股)   | 2.81          |
| 52 周内股价区间(元) | 150.33-209.31 |
| 总市值(亿元)      | 464.97        |
| 总资产(亿元)      | 48.46         |
| 每股净资产(元)     | 14.64         |

### 相关研究

1. 珀莱雅(603605): Q3 保持高增态势, 大单品集中爆发 (2022-10-29)
2. 珀莱雅(603605): 大单品策略爆发增长动力, 线上渠道优化盈利 (2022-08-29)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司深化线上直营为主的渠道结构，线上渠道占比维持在 90%以上；

假设 2：重点打造彩妆品牌彩棠，持续推出粉底、粉饼、隔离等底妆产品，完善彩妆类目相关产品矩阵；

假设 3：随着公司线上直营比例加大，相对的营销推广费用有所增加，2023-2025 年销售费用率分别为 44.1%、44.2%、44.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元   |     | 2022A   | 2023E  | 2024E   | 2025E   |
|----------|-----|---------|--------|---------|---------|
| 护肤类（含洁肤） | 收入  | 5483.64 | 6799.7 | 8159.7  | 9383.6  |
|          | 增速  | 37.8%   | 24.0%  | 20.0%   | 15.0%   |
|          | 毛利率 | 70.5%   | 70.8%  | 71.4%   | 72.0%   |
| 美容彩妆类    | 收入  | 752.46  | 903.0  | 1038.4  | 1142.2  |
|          | 增速  | 21.7%   | 20.0%  | 15.0%   | 10.0%   |
|          | 毛利率 | 66.6%   | 67.0%  | 67.5%   | 68.0%   |
| 洗护类      | 收入  | 125.66  | 439.8  | 1099.5  | 1869.2  |
|          | 增速  | 509.9%  | 250.0% | 150.0%  | 70.0%   |
|          | 毛利率 | 62.1%   | 63.0%  | 64.0%   | 65.0%   |
| 其他       | 收入  | 23.69   | 23.9   | 24.2    | 24.4    |
|          | 增速  | 46.2%   | 1.0%   | 1.0%    | 1.0%    |
|          | 毛利率 | 21.9%   | 22.0%  | 22.0%   | 22.0%   |
| 合计       | 收入  | 6385.5  | 8166.4 | 10321.7 | 12419.4 |
|          | 增速  | 37.8%   | 27.9%  | 26.4%   | 20.3%   |
|          | 毛利率 | 69.7%   | 69.8%  | 70.1%   | 70.5%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 现金流量表 (百万元)       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 6385.45        | 8166.40        | 10321.74       | 12419.43       | 净利润               | 831.28         | 1095.51        | 1389.59        | 1687.36        |
| 营业成本          | 1934.85        | 2464.88        | 3085.82        | 3666.18        | 折旧与摊销             | 87.52          | 94.26          | 94.26          | 94.26          |
| 营业税金及附加       | 56.39          | 71.91          | 90.94          | 109.44         | 财务费用              | -41.00         | -2.95          | -3.73          | -4.49          |
| 销售费用          | 2785.84        | 3601.38        | 4562.21        | 5501.81        | 资产减值损失            | -164.88        | -14.00         | -14.00         | -14.00         |
| 管理费用          | 327.30         | 653.31         | 836.06         | 1018.39        | 经营营运资本变动          | 238.64         | -239.88        | 26.48          | 13.15          |
| 财务费用          | -41.00         | -2.95          | -3.73          | -4.49          | 其他                | 159.57         | 35.13          | -20.98         | 29.75          |
| 资产减值损失        | -164.88        | -14.00         | -14.00         | -14.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1111.14</b> | <b>968.06</b>  | <b>1471.62</b> | <b>1806.02</b> |
| 投资收益          | -5.66          | 1.50           | 1.50           | 1.50           | 资本支出              | -210.20        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -88.02         | 1.50           | 1.50           | 1.50           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-298.22</b> | <b>1.50</b>    | <b>1.50</b>    | <b>1.50</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>1057.59</b> | <b>1393.36</b> | <b>1765.95</b> | <b>2143.60</b> | 短期借款              | -0.06          | -200.20        | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -3.43          | -4.15          | -3.81          | -3.86          | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1054.15</b> | <b>1389.21</b> | <b>1762.14</b> | <b>2139.74</b> | 股权融资              | 163.05         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 222.87         | 293.71         | 372.55         | 452.38         | 支付股利              | -172.87        | -163.48        | -215.44        | -273.28        |
| 净利润           | 831.28         | 1095.51        | 1389.59        | 1687.36        | 其他                | -55.38         | -48.58         | 3.73           | 4.49           |
| 少数股东损益        | 13.88          | 18.30          | 23.21          | 28.18          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-65.25</b>  | <b>-412.26</b> | <b>-211.71</b> | <b>-268.79</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 817.40         | 1077.21        | 1366.38        | 1659.18        | <b>现金流量净额</b>     | <b>747.00</b>  | <b>557.30</b>  | <b>1261.40</b> | <b>1538.74</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 财务分析指标            | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| 货币资金          | 3161.00        | 3718.30        | 4979.71        | 6518.44        | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 193.64         | 435.56         | 489.57         | 577.50         | 销售收入增长率           | 37.82%         | 27.89%         | 26.39%         | 20.32%         |
| 存货            | 669.05         | 870.71         | 1130.56        | 1326.40        | 营业利润增长率           | 57.53%         | 31.75%         | 26.74%         | 21.39%         |
| 其他流动资产        | 123.30         | 63.61          | 80.40          | 96.73          | 净利润增长率            | 49.23%         | 31.79%         | 26.84%         | 21.43%         |
| 长期股权投资        | 138.53         | 138.53         | 138.53         | 138.53         | EBITDA 增长率        | 45.31%         | 34.47%         | 25.04%         | 20.30%         |
| 投资性房地产        | 68.65          | 68.65          | 68.65          | 68.65          | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 777.76         | 737.70         | 697.65         | 657.60         | 毛利率               | 69.70%         | 69.82%         | 70.10%         | 70.48%         |
| 无形资产和开发支出     | 420.32         | 368.02         | 315.73         | 263.44         | 三费率               | 48.11%         | 52.06%         | 52.26%         | 52.46%         |
| 其他非流动资产       | 225.82         | 223.90         | 221.99         | 220.07         | 净利率               | 13.02%         | 13.41%         | 13.46%         | 13.59%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>5778.07</b> | <b>6625.00</b> | <b>8122.79</b> | <b>9867.38</b> | ROE               | 23.50%         | 24.78%         | 24.84%         | 24.08%         |
| 短期借款          | 200.20         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 14.39%         | 16.54%         | 17.11%         | 17.10%         |
| 应付和预收款项       | 823.38         | 1102.36        | 1353.09        | 1615.45        | ROIC              | 53.38%         | 65.28%         | 73.28%         | 84.14%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 17.29%         | 18.18%         | 17.99%         | 17.98%         |
| 其他负债          | 1217.28        | 1102.37        | 1175.28        | 1243.44        | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2240.85</b> | <b>2204.73</b> | <b>2528.38</b> | <b>2858.89</b> | 总资产周转率            | 1.23           | 1.32           | 1.40           | 1.38           |
| 股本            | 283.52         | 283.52         | 283.52         | 283.52         | 固定资产周转率           | 11.31          | 14.84          | 20.23          | 26.41          |
| 资本公积          | 914.82         | 914.82         | 914.82         | 914.82         | 应收账款周转率           | 48.15          | 43.06          | 36.35          | 38.85          |
| 留存收益          | 2442.14        | 3355.88        | 4506.81        | 5892.72        | 存货周转率             | 3.26           | 3.05           | 3.03           | 2.96           |
| 归属母公司股东权益     | 3524.49        | 4389.24        | 5540.17        | 6926.07        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 111.01%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 12.73          | 31.03          | 54.24          | 82.42          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3537.22</b> | <b>4420.27</b> | <b>5594.41</b> | <b>7008.50</b> | 资产负债率             | 38.78%         | 33.28%         | 31.13%         | 28.97%         |
| 负债和股东权益合计     | 5778.07        | 6625.00        | 8122.79        | 9867.38        | 带息债务/总负债          | 41.27%         | 32.86%         | 28.65%         | 25.34%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 2.90           | 3.66           | 3.89           | 4.16           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.44           | 3.03           | 3.24           | 3.52           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 21.15%         | 15.18%         | 15.77%         | 16.47%         |
| 业绩和估值指标       | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 1104.11        | 1484.67        | 1856.47        | 2233.37        | 每股收益              | 2.88           | 3.80           | 4.82           | 5.85           |
| PE            | 56.88          | 43.16          | 34.03          | 28.02          | 每股净资产             | 12.43          | 15.48          | 19.54          | 24.43          |
| PB            | 13.19          | 10.59          | 8.39           | 6.71           | 每股经营现金            | 3.92           | 3.41           | 5.19           | 6.37           |
| PS            | 7.28           | 5.69           | 4.50           | 3.74           | 每股股利              | 0.61           | 0.58           | 0.76           | 0.96           |
| EV/EBITDA     | 39.72          | 29.02          | 22.53          | 18.04          |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.37%          | 0.35%          | 0.46%          | 0.59%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名   | 职务          | 座机           | 手机              | 邮箱                   |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 蒋诗烽  | 总经理助理、销售总监  | 021-68415309 | 18621310081     | jsf@swsc.com.cn      |
|     | 崔露文  | 销售经理        | 15642960315  | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429     | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 张玉梅  | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330     | zmyf@swsc.com.cn     |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858     | cyyf@swsc.com.cn     |
|     | 李煜   | 销售经理        | 18801732511  | 18801732511     | yfiiyu@swsc.com.cn   |
|     | 谭世泽  | 销售经理        | 13122900886  | 13122900886     | tsz@swsc.com.cn      |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309  | bly@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨   | 销售总监        | 18601139362  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚   | 销售副总监       | 18601241803  | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 杜小双  | 高级销售经理      | 18810922935  | 18810922935     | dxsyf@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇   | 高级销售经理      | 15652285702  | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 胡青璇  | 销售经理        | 18800123955  | 18800123955     | hqx@swsc.com.cn      |
|     | 王一菲  | 销售经理        | 18040060359  | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |
|     | 王宇飞  | 销售经理        | 18500981866  | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989     | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744     | zhengyan@swsc.com.cn |
|     | 杨新意  | 销售经理        | 17628609919  | 17628609919     | yxy@swsc.com.cn      |
|     | 张文锋  | 销售经理        | 13642639789  | 13642639789     | zwf@swsc.com.cn      |
|     | 陈韵然  | 销售经理        | 18208801355  | 18208801355     | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 龚之涵  | 销售经理        | 15808001926  | 15808001926     | gongzh@swsc.com.cn   |
|     | 丁凡   | 销售经理        | 15559989681  | 15559989681     | dingfyf@swsc.com.cn  |